

ÖZEL ÇINAR SAĞLIK HİZMETLERİ TİCARET A.Ş. DEĞERLEME RAPORU

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

İnönü Cad. Kanarya Sok.
No:25 Kat: 4 ~ 5
Yenisahra/ Ataşehir
Tel : 0216 444 1 263

30/11/2018

ÖZEL ÇINAR SAĞLIK HİZMETLERİ TİCARET A.Ş. Yönetim Kurulu'na, İstanbul, Türkiye

İş bu rapor **ÖZEL ÇINAR SAĞLIK HİZMETLERİ TİCARET A.Ş.** için hazırlanmış olduğumuz "Değerleme Raporu" çalışmasıdır. Bu değerlendirme çalışmasında ilgili şirket yetkililerinin tarafımıza ilettiği verilerden, projeksiyonlardan ve raporlardan yararlanılmıştır. Şirketimiz, bu bilgilerin doğruluğuna güvenmiş olmakla birlikte; bu bilgilerin doğruluğu konusunda şirketimiz veya çalışanları tarafından herhangi bir beyan verilmemiştir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir. Finansal Değerlemesi yapılan şirket ve bağlı ortaklıkları ile ilgili herhangi bir hukuki durum tespiti veya vergi ile ilgili herhangi bir durum tespiti yapılmamıştır. Burada ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği gözardı edilmemelidir. Bu çalışmada şirket için bulunan değer alım veya satım fiyatı olarak esas teşkil etmemektedir ve etmemelidir. Buna ilave olarak; bulunan değer üzerinden alım-satım işlemi yapılması ve/veya işlemin teminatlandırılması, bu çalışmaya dâhil edilmemiş olan birçok faktörün de göz önünde bulundurulmasını gerektirmektedir. Bizim Menkul Değerler A.Ş. alım-satım ve/veya teminatlandırma işlemlerinde herhangi bir yükümlülük, sorumluluk kabul etmemektedir ve edilmeyecektir.

Bu değerlendirme çalışması, Şirket yetkililerinin sağladığı projeksiyonları baz alarak **ÖZEL ÇINAR SAĞLIK HİZMETLERİ TİCARET A.Ş.'nin** sahip olabileceği piyasa değeri hakkındaki görüşümüzü yansıtmakta olup, burada yer alan tahminler, beklentiler veya diğer bilgilerin makul olması veya başarısı konusunda hiçbir beyan verilmemiştir ve verilmeyecektir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir. Bu değerlendirme çalışmasının kullanılması sonucunda doğabilecek olan doğrudan veya dolaylı zararlardan şirketimiz ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır. Bu rapor, değerlendirme yapılan şirket ile ilgili ihtiyaç duyulabilecek bütün verileri içeriyor kabul edilmemelidir.

ÖZEL ÇINAR SAĞLIK HİZMETLERİ TİCARET A.Ş. için yapılan değerlemede detayları raporun ilgili bölümlerinde açıklanmış olan İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi ve Benzer Şirket Çarpanları Yöntemi kullanılmıştır. Detayları raporun ilgili kısımlarında bulunan varsayımlar dahilinde hesaplanan piyasa değeri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Değerleme Özeti

	Tekil Değer	Ağırlık	Nihai Değere Katkı
Yurtiçi Benzer Şirket Çarpanları			
FD/FAVÖK - Ortalama	10.091.943	40,0%	4.036.777
FD/Satış Geliri - Ortalama	4.490.752	10,0%	449.075
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi			
INA	8.975.207	50,0%	4.487.604

Piyasa Değeri**8.973.456**

Fatma Selçuk

Genel Müdür

Bizim Menkul Değerler A.Ş.
30 Kasım 2018, İstanbul, Türkiye

Ahmet Çoşkun

Mali İdari İşler / Yönetmen

İÇİNDEKİLER;

1. ÖZEL ÇINAR SAĞLIK HİZMETLERİ TİCARET A.Ş.	- 4 -
1.1. Kısaca Özel Çınar Diyaliz Merkezi.....	- 4 -
1.2. Mali Veriler.....	- 5 -
2. KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	- 7 -
2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi.....	- 7 -
2.2. Benzer Şirket Çarpanları Yöntemi.....	- 7 -
3. ÖZEL ÇINAR DİYALİZ MERKEZİ PİYASA DEĞERİ	- 8 -
3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri	- 8 -
3.2. Benzer Şirket Çarpanları Yöntemi.....	- 12 -
3.2.1 Firma Değeri / FAVÖK Yöntemi	- 12 -
3.2.2 Firma Değeri / Satış Gelirleri Yöntemi	- 12 -
3.3. Sonuç.....	- 13 -
3.4. Duyarlılık Analizi	- 13 -

1. ÖZEL ÇINAR SAĞLIK HİZMETLERİ TİCARET A.Ş.**1.1. Kısaca Özel Çınar Diyaliz Merkezi**

31.12.2017 itibarıyla Türkiye çapında 315 adedi özel olmak üzere 852 hemodiyaliz merkezi bulunurken bu merkezlerde 17.253 cihaz ile 61.544 hastaya hizmet verilmektedir. (Kaynak : Diader – Kurumsal Özel Diyaliz Merkezleri Derneği)

TÜRKİYE KAMU VE ÖZEL HEMODİYALİZ MERKEZLERİ						
Kurum Adı	Merkez		Cihaz		Hasta	
	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%
Sağlık Bakanlığı	479	56,2	5.781	33,5	17.670	28,7
Üniversite	58	6,8	1.453	8,4	4.408	7,2
Özel	315	37,0	10.019	58,1	39.466	64,1
TOPLAM	852		17.253		61.544	

Özel Çınar Diyaliz Merkezi Kütahya'da faaliyet gösteren bir diyaliz merkezidir. Şirketin biri merkez biri de şube olmak üzere iki faaliyet merkezi bulunmaktadır. Şirket Kütahya merkezde 42 ve Tavşanlı şubede 22 olmak üzere 64 yatak kapasitesine sahip olarak faaliyet göstermektedir. Son 3 yıllık verilere bakıldığında şirket hastalarına yıllık 30.000 seansın üzerinde hizmet vermektedir. Şirketin 2018/09 döneminde hasta sayısı 220 olarak bildirilmiştir. Şirket hizmetlerini %97 oranında SGK'lı hastalara gerçekleştirmektedir.

Şirketin 3 doktor, 1 diyetisyen, 17 hemşire, 21 diğer personel olmak üzere toplam 42 çalışanı bulunmaktadır.

Şirketin biri tasfiye halinde iki bağlı ortaklığı bulunmaktadır;

Bağlı Ortaklıklar**1-**

Unvanı : Özel Çini İş Sağlığı ve İş Güvenliği Eğit. Danış. Sağlık Hiz. Tic. A.Ş.
 İştirak Tarihi 2017 yılı
 Sermayesi 100.000,00 TL
 Payı 100/100
 Faaliyet Alanı : İş Yeri Hekimliği ve İş Güvenliği Hizmeti (Ortak Sağlık Güvenlik Birimi)
 Durumu : Faal

2-

Unvanı : Tasfiye Halinde International Dialysis Sağlık Hiz. Tic. A.Ş.
 İştirak Tarihi : 2009 yılı
 Sermayesi : 50.000,00 TL
 Payı : 49.700,00 TL Oranı : 100/99,40
 Faaliyet Alanı : Diyaliz Sağlık Hizmeti
 Durumu : 2011 yılında tasfiye kararı alındı. Pasif Halde

Ortaklık yapısı**Ortaklık Yapısı**

Sıra No	Adı Soyadı	Sermaye - TL
1	Abdurrahman YILDIRIM	408.750
2	Nurkan Turgut ÇIRMIKTILI	321.750
3	Sena YILDIRIM	315.000
5	Hasan HOŞER	107.250
6	Mustafa ARAS	107.250
TOPLAM		1.260.000

1.2. Mali Veriler

BİLANÇO	2015	2016	2017
I. DÖNEN VARLIKLAR	2.010.971	2.197.303	2.365.467
A. HAZIR DEĞERLER	2.085	53.990	50.025
1. KASA	1.501	26.126	1.550
2. ALINAN ÇEKLER	0	0	0
3. BANKALAR	584	27.864	48.475
C. TİCARİ ALACAKLAR	1.346.860	1.505.292	1.692.749
1. ALICILAR	1.322.748	1.487.285	1.674.743
2. VERİLEN DEPOZİTO VE TEMİNATLAR	24.112	18.007	18.007
D. DİĞER ALACAKLAR	330.849	420.554	505.364
1. BAĞLI ORTAKLIKLARDAN ALACAKLAR	76.474	76.474	76.474
2. DİĞER ÇEŞİTLİ ALACAKLAR	254.374	344.079	428.889
E. STOKLAR	226.009	113.646	13.507
1. İLK MADDE VE MALZEME	133.614	112.771	12.632
2. VERİLEN SİPARİŞ AVANSLARI	92.394	875	875
G. GELECEK AY, AIT GİDER. VE GELİT	0	0	0
1. GELECEK AY LARA AIT GİDERLER	0	0	0
H. DİĞER DÖNEN VARLIKLAR	105.169	103.822	103.822
1. İNDİRİLECEK KDV	0	0	0
2. PEŞİN ÖDENEN VERGİ VE FONLAR	0	0	0
3. PERSONEL AVANSLARI	105.169	103.822	103.822
II. DURAN VARLIKLAR	5.364.550	5.900.750	7.141.425
B. DİĞER ALACAKLAR	1.267.300	1.745.866	2.884.589
1. ORTAKLARDAN ALACAKLAR	1.267.300	1.745.866	2.884.589
C. MALİ DURAN VARLIKLAR	149.700	149.700	149.700
1. BAĞLI ORTAKLIKLAR	149.700	149.700	149.700
D. MADDİ DURAN VARLIKLAR	3.746.637	3.843.326	3.776.504
1. BİNALAR	3.750.258	3.750.258	3.750.258
2. TESİS MAKİNE VE CİHAZLAR	1.473.646	1.738.733	1.927.050
3. TAŞITLAR	248.554	248.554	248.554
4. DEMİRBAŞLAR	474.103	499.747	508.099
5. BİRİKMiŞ AMORTİSMANLAR (-)	-2.222.801	-2.420.741	-2.657.458
6. YAPILMAKTA OLAN YATIRIMLAR	22.877	26.775	0
E. MADDİ OLMAYAN DURAN VARLIKLAR	140.703	140.703	140.703
1. ÖZEL MALİYETLER	140.703	140.703	140.703
G. GELECEK YILLARA AIT GİD. VE GELİT	60.209	21.154	189.929
1. GELECEK YILLARA AIT GİDERLER	60.209	21.154	189.929
AKTİF (VARLIKLAR) Toplam	7.375.520	8.098.053	9.506.891

2017 yılsonunda şirketin dönen varlıkları 2,4 Milyon TL'dir. Dönen varlıkların 1,7 Milyon TL'si ticari alacaklardan oluşmaktadır ki bu alacakların çoğu SGK'dan alınacak olan ödeneklerden oluşmaktadır.

Şirketin duran varlıkları 7,1 Milyon TL'dir. Duran varlıkların 3,7 Milyon TL'si maddi duran varlıklardan, 2,9 Milyon TL'si ise Ortaklardan alacaklar kaleminden oluşmaktadır (2018/09 döneminde ilgili alacak 642.000 TL seviyesindedir). Şirketin bağlı ortaklıkları özkaynak değerleriyle bilançoda takip edilmektedir.

BİLANÇO	2015	2016	2017
I. KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	3.286.655	4.623.125	5.691.646
A. MALİ BORÇLAR	804.252	1.090.984	804.102
1. BANKA KREDİLERİ	498.680	500.000	0
2. UZUN VAD. KRD. ANAP. TAKS. VE FAİZ	305.572	590.984	804.102
B. TİCARİ BORÇLAR	1.031.236	1.314.742	1.966.619
1. SATICILAR	644.645	831.833	1.256.729
2. BORÇ SENETLERİ	379.874	411.300	671.041
3. DİĞER TİCARİ BORÇLAR	6.717	71.610	38.848
C. DİĞER BORÇLAR	918.089	1.012.423	828.783
1. BAĞLI ORTAKLIKLARA BORÇLAR	191.215	394.307	525.917
2. PERSONELE BORÇLAR	149.739	159.135	217.746
3. DİĞER ÇEŞİTLİ BORÇLAR	577.134	458.981	85.120
F. ÖDENECEK VERGİ VE DİĞER YÜKÜML.	533.078	1.187.812	2.057.635
1. ÖDENECEK VERGİ VE FONLAR	240.694	194.619	395.190
2. ÖDENECEK SOS. GÜV. KESİNTİLERİ	49.304	49.036	103.623
3. VD. GEÇ. ER. VEYA TK. VR. VE DĞ. YÜK	243.080	944.157	1.558.822
G. BORÇ VE GİDER KARŞILIKLARI	0	17.164	34.507
1. DÖN. KARI VER. VE DİĞ. YÜK. KARŞ.		18.698	85.326
2. DÖN. KAR. PEŞ. ÖD. VER. VE YÜK (-)		-1.534	-50.819
II. UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	778.195	0	0
A. MALİ BORÇLAR	778.195	0	0
1. BANKA KREDİLERİ	778.195	0	0
III. ÖZKAYNAKLAR	3.310.671	3.474.928	3.815.245
A. ÖDENMİŞ SERMAYE	1.260.000	1.260.000	1.260.000
1. SERMAYE	1.260.000	1.260.000	1.260.000
C. KAR YEDEKLERİ	148.194	156.407	162.338
1. YASAL YEDEKLER	131.964	140.177	146.108
2. ÖZEL FONLAR	16.230	16.230	16.230
D. GEÇMİŞ YILLAR KARLARI	2.164.024	2.164.024	2.320.068
1. GEÇMİŞ YILLAR KARLARI	2.164.024	2.164.024	2.320.068
E. GEÇMİŞ YILLAR ZARARLARI	-26.613	-261.547	-261.547
1. GEÇMİŞ YILLAR ZARARLARI	-26.613	-261.547	-261.547
F. DÖNEM NET KARI (ZARARI)	-234.934	156.044	334.386
1. DÖNEM NET KARI	-234.934	156.044	334.386
PASİF (KAYNAKLAR) Toplam	7.375.520	8.098.053	9.506.891

2017 yılsonunda şirketin kısa vadeli yabancı kaynakları 5,7 Milyon TL'dir. Bu kaynakların 0,8 Milyon TL'si finansal borçlardan, 2,0 Milyon TL'si ticari borçlardan oluşurken 1,6 Milyon TL'si ise yeniden yapılandırma sonucu oluşan ve taksitlendirilen kamu borçlarıdır.

Şirketin ödenmiş sermayesi 1,26 Milyon TL iken Özkaynak değeri 3,8 Milyon TL'dir.

GELİR TABLOSU	2016	2017	Değişim	2017/06	2018/06	Değişim
A. BRÜT SATIŞLAR	5.231.584	5.789.172	10,66%	2.650.718	3.310.542	24,89%
1. Yurt İçi Satışlar	5.208.914	5.642.295	8,32%	2.644.233	3.217.676	21,69%
2. Diğer Gelirler	22.670	146.877	547,89%	6.485	92.866	1332,01%
C. NET SATIŞLAR	5.231.584	5.789.172	10,66%	2.650.718	3.310.542	24,89%
D. SATIŞLARIN MALİYETİ (-)	4.545.902	4.835.070	6,36%	2.199.562	2.656.730	20,78%
BRÜT SATIŞ KARI VEYA ZARARI	685.682	954.101	39,15%	451.156	653.812	44,92%
E. FAALİYET GİDERLERİ	254.181	268.791	5,75%	135.915	134.128	-1,31%
1. Genel Yönetim Giderleri	254.181	268.791	5,75%	135.915	134.128	-1,31%
FAALİYET KARI VEYA ZARARI	431.502	685.311	58,82%	315.241	519.684	64,85%
F. DİĞER FAALİYET OLAĞAN GELİR VE KARLAR	880	108.608		14.677	0	
1. Faiz Gelirleri	880	36.676		14.677	0	
2. Diğer Olağan Gelir Ve Karlar	0	71.932		0	0	
G. DİĞER FAALİYET OLAĞAN GİDER VE ZARARLAR	2.583	0		0	0	
7. Diğer Olağan Gider Ve Zararlar	2.583	0		0	0	
H. FİNANSMAN GİDERLERİ (-)	162.456	367.288	128,08%	233.063	111.887	-52,00%
OLAĞAN KAR VEYA ZARAR	267.340	426.631	59,58%	96.835	407.797	321,13%
J. OLAĞANDIŞI GİDER VE ZARARLAR (-)	84.386	987		595	235	
DÖNEM NET KARI VEYA ZARARI	182.955	340.318	86,01%	96.240	407.562	323,49%

2. KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İNA analizinde şirketin tüzel bir kişilik olarak sonsuza kadar faaliyetlerini sürdüreceği varsayılır ve bu dönemde elde edeceği nakit akımları hesaplanarak şirket değeri bulunmaya çalışılır. Söz konusu nakit akımlarının belirlenen iskonto oranı (AOSM) ile bugüne indirgenmesiyle şirket değerine ulaşıp, bu değerden net borç rakamı çıkarılır ve eğer varsa yatırım amaçlı gayrimenkuller ve finansal yatırımlar eklenerek şirket için hedef piyasa değerine ulaşılır.

2.2. Benzer Şirket Çarpanları Yöntemi

Çarpan analizi hisse senetleri piyasasının etkin işlediği varsayımıyla halka açık olmayan şirketlerin halka açık şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin bulunması işlemidir. Çarpan analizi yapılırken benzer nitelikte ve emsal şirketler baz alınarak, bu şirketlere ait ciro, faaliyet karı, net kar, özkaynak, net aktif değer gibi verilerin piyasa değeri ile karşılaştırılarak ilgili şirket için bir değer bulunur.

3. ÖZEL ÇINAR DİYALİZ MERKEZİ PİYASA DEĞERİ

3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri

Şirketin değerleme çalışmasında varsayımlar detaylıca belirlenmiş ve bu varsayımlara dayanılarak indirgenmiş nakit akımları analizi yapılmıştır. Çalışmamız sırasında başvurduğumuz varsayımlar şu şekildedir;

Şirketten alınan bilgi yatak kapasitesinin Kütahya Merkez'de 42 ve Tavşanlı Şube'de 22 olmak üzere 64 olduğu fakat her bir merkezde işin doğası gereği 2'şer yatağın acil durumlar için önlem amaçlı boş bırakıldığı yönündedir. Bu bilgi doğrultusunda şirketin toplam yatak kapasitesi 60 olarak kabul edilmiş ve yatak kapasitesinde artış öngörülmemiştir.

Her bir yatak günlük 3 seans (1 hastanın 1 seansı için yaklaşık 4 saat gerekmektedir) gerçekleştirmektedir. Toplamda şirketin günlük seans kapasitesi 180 seans olarak belirlenmiştir.

Şirket 2015 yılında toplam 30.423 seans, 2016 yılında toplam 30.680 seans, 2017 yılında toplam 30.782 seans yapmıştır. 2018 yılının ilk 9 ayı toplam seans sayısı 20.620 olarak gerçekleşmiştir. Şirketin son 3 yılda kapasite kullanım oranı ortalama %56'dır. Bunun yanında 2018 yılında kapasite kullanım oranı %59'a yükselmiştir. Şirket yetkilileri kapasite kullanım oranının artış göstereceğini ve %60 seviyesinin üzerine çıkacağını belirtmişlerdir. Bu bilgi göz önünde tutularak 2019 yılı için kapasite kullanım oranı %60 ve sonraki yıllar için %62 olarak kabul edilmiştir.

Şirketin son 3 yılda seans başına birim geliri 181 TL ve 2018 ilk 9 ayı sonunda seans başına birim geliri 191 TL olarak gerçekleşmiştir. Sektörün yapısı itibarıyla diyaliz merkezinin gelirleri yüksek oranda SGK ödemelerinden sağlanmakta ve birim fiyatlar Sağlık Bakanlığı/Sosyal Güvenlik Kurumu tarafından belirlenmektedir. Son fiyat güncellemesi 14 Temmuz 2016 tarihinde resmi gazetede yayınlanan "sağlık hizmetleri fiyatlandırma komisyon kararı" ile belirlenmiş ve o tarihten sonra herhangi bir güncelleme yapılmamıştır. 2018 yılında TL'de yaşanan değer kaybı maliyet enflasyonu yaratmış ve girdi fiyatlarının artmasına sebep olmuştur. Mevcut fiyatların değişmemesine rağmen maliyet tarafındaki enflasyon sağlık kurumlarının karlılıklarını baskı altına almıştır. Şirketten alınan bilgi ve sektörün görüşü 2019 yılı için fiyatların yukarı revizyonunun gerçekleşeceği yönündedir. Bu düşüncenin yansıması olarak varsayımlarımızda 2019 yılında birim seans gelirlerinde %20 artış öngörülmüş daha sonraki yıllarda ise muhafazakar tarafta kalmak adına her yıl %5 artış öngörülmüştür.

Giderler tarafında birim maliyet artışı 2019 yılı için %15, 2020 yılı için %10 ve diğer yıllar için %5 olarak belirlenmiştir. En yüksek maliyet kalemi olan personel giderleri bu artışa göre projekte edilmiş daha düşük gider kalemleri ise geçmiş yıllardaki satış gelirlerine oranlarının ortalaması alınarak projekte edilmiştir. Bu sebeptendir ki ileriki yıllar için ortaya çıkan projeksiyonlarımızda 2019 yılında şirketin kar marjı dikkat çekici şekilde yükselirken daha sonra bu marj maliyet artış oranların sebebiyle gerilemektedir.

Şirketten alınan bilgi dahilinde şirketin kapasite artış yatırımı yapmayı planlamadığı varsayılmış ve ileriki yıllarda yatırım maliyeti öngörülmemiştir. Bakım ve onarım giderleri ise gider kalemleri içerisine dahil edilmiştir.

İndirgenmiş nakit akımları analizimizde uç değer büyüme oranı olarak geçmiş yıl büyümeleri de göz önüne alınarak %5 olarak kabul edilmiştir.

Şirketin faal olan bağlı ortaklığı özkaynak değeriyle çalışmaya dahil edilmiştir. Tasfiye halinde olan bağlı ortaklıkla ilgili mali konularda bilgi alınamamıştır.

Varsayımlarımız sonucu ortaya çıkan gelir projeksiyonu aşağıdaki tabloda detaylı olarak paylaşılmıştır;

Temel Varsayımlar

	Ortalama	1 yıl	2.yıl	3 Yıl +
Toplam Yatak Sayısı	60			
Toplam Kapasite	180			
Tam Kapasite Günlük Seans Sayısı	3			
Kapasite Kullanımı Oranı	56,09%	60,00%	62,00%	62,00%
Ortalama Seans Geliri	181 TL			
Yıldaki Gün Sayısı	315			
Diyaliz Seans Fiyat Artışı		20%	5%	5%
Birim Maliyet Artışı		15%	10%	5%

VARSAYIMLAR

	2016/12	2017/12	2018/06	2018/09	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12	2024/12
Toplam Yatak Sayısı	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Seans Toplam Seans Kapasitesi	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180
Yıllık Toplam Kapasite	56.700	56.700	28.350	42.525	56.700	56.700	56.700	56.700	56.700	56.700	56.700
Günlük Ortalama Seans	97,40	97,72	102,85	105,90	105,90	108,00	111,60	111,60	111,60	111,60	111,60
Yıllık Toplam Gerçekleşen Seans	30.680	30.782	16.199	25.020	33.360	34.020	35.154	35.154	35.154	35.154	35.154
Kapasite Kullanım Oranı	54,11%	54,29%	57,14%	58,84%	58,84%	60,00%	62,00%	62,00%	62,00%	62,00%	62,00%
Birim Seans Ortalama Gelir	164,58	178,18	191,38	190,86	191,12	229,34	240,81	252,85	265,49	278,76	292,70
Birim Seans Ortalama Gelir Artışı		8,3%			7,3%	20,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
SGK Diyaliz Gelirleri	5.049.219	5.484.686	3.100.111	4.775.235	6.375.653	7.802.148	8.465.331	8.888.597	9.333.027	9.799.678	10.289.662
Büyüme		8,62%	-43,48%		105,66%	22,37%	8,50%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
SGK Dışı Diyaliz	116.743	92.426	46.790	132.848	132.113	161.672	175.414	184.185	193.394	203.064	213.217
SGK Diyaliz Gelirlerine Oranı	2,31%	1,69%	1,51%	2,78%	2,07%	2,07%	2,07%	2,07%	2,07%	2,07%	2,07%
İlaç ve Sarf Malzeme	42.952	65.183	70.775	121.675	127.927	156.549	169.856	178.349	187.266	196.630	206.461
SGK Diyaliz Gelirlerine Oranı	0,85%	1,19%	2,28%	2,55%	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%
Diğer Gelirler	22.671	146.877	92.866	133.656	180.058	220.344	239.074	251.027	263.579	276.758	290.596
SGK Diyaliz Gelirlerine Oranı	0,45%	2,68%	3,00%	2,80%	2,82%	2,82%	2,82%	2,82%	2,82%	2,82%	2,82%
TOPLAM GELİRLER	5.231.585	5.789.172	3.310.542	5.163.413	6.815.751	8.340.714	9.049.675	9.502.158	9.977.266	10.476.129	10.999.936
					17,73%	22,37%	8,50%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Personel Ücret Giderleri	2.119.738	2.186.750	981.415	1.483.404	1.999.492	2.299.416	2.529.357	2.655.825	2.788.616	2.928.047	3.074.450
Toplam Gelire Oranı	40,52%	37,77%	29,65%	28,73%	29,34%	27,57%	27,95%	27,95%	27,95%	27,95%	27,95%
Birim Maliyet / Seans Kullanan Kapsite	69,09	71,04	60,58	59,29	59,94	67,59	71,95	75,55	79,33	83,29	87,46
Medikal Malzeme Gideri	1.339.217	1.538.253	801.246	1.174.458	1.585.944	1.838.781	2.090.081	2.194.585	2.304.314	2.304.314	2.304.314
Diyaliz Gelirlerine Oranı	25,92%	27,58%	25,46%	23,93%	24,06%	23,09%	24,19%	24,19%	24,19%	23,04%	21,94%
Birim Maliyet / Seans Kullanan Kapsite	43,65	49,97	49,46	46,94	46,94	54,05	59,46	62,43	65,55	65,55	65,55
Dışarıdan Sağlanan Fayda ve Hizmetler	663.523	673.523	469.621	734.168	967.982	1.184.560	1.285.247	1.349.509	1.416.985	1.487.834	1.562.226
Toplam Gelire Oranı	12,68%	11,63%	14,19%	14,22%	14,20%	14,20%	14,20%	14,20%	14,20%	14,20%	14,20%
Çeşitli Giderler	428.584	436.544	410.668	557.944	790.987	967.964	1.050.241	1.102.753	1.157.890	1.215.785	1.276.574
Toplam Gelire Oranı	8,19%	7,54%	12,40%	10,81%	11,61%	11,61%	11,61%	11,61%	11,61%	11,61%	11,61%
Satışların Maliyeti	4.551.062	4.835.070	2.662.949	3.949.974	5.324.405	6.290.720	6.954.926	7.302.673	7.667.806	7.935.981	8.217.564
	86,99%	83,52%	80,44%	76,50%	78,12%	75,42%	76,85%	76,85%	76,85%	75,75%	74,71%
BRÜT KAR	680.523	954.101	647.593	1.213.440	1.491.346	2.049.994	2.094.748	2.199.486	2.309.460	2.540.149	2.782.372
	13,01%	16,48%	19,56%	23,50%	21,88%	24,58%	23,15%	23,15%	23,15%	24,25%	25,29%
Brüt Ücretler	10.684	0		0	0	0	0	0	0	0	0
Dışarıdan Sağlanan Fayda ve Hizmetler	37.512	23.619		27.544	36.725	45.817	49.712	52.197	54.807	57.548	60.425
Toplam Gelire Oranı	0,72%	0,41%		0,53%	0,54%	0,55%	0,55%	0,55%	0,55%	0,55%	0,55%
Çeşitli Giderler	8.444	8.455		4.792	6.389	10.301	11.176	11.735	12.322	12.938	13.585
Toplam Gelire Oranı	0,16%	0,15%		0,09%	0,09%	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%
Amortisman Giderleri	197.941	236.716		158.022	210.696	257.358	257.358	257.358	257.358	257.358	257.358
Toplam Faaliyet Gideri	254.581	268.791		190.357	253.810	313.477	318.247	321.291	324.488	327.844	331.368
	4,87%	4,64%		3,69%	3,72%	3,76%	3,52%	3,38%	3,25%	3,13%	3,01%
FAALİYET KARI	425.942	685.311	647.593	1.023.082	1.237.536	1.736.517	1.776.502	1.878.195	1.984.972	2.212.305	2.451.003

İndirgeme Oranı Tespiti

Şirketin faaliyetlerinden üretmesi beklenen nakit akımları tespit edilerek Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne (Capital Asset Pricing Model – CAPM) göre hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile indirgenmiştir. Özsermaye maliyeti hesaplanırken risksiz getiri oranı olarak TL bazlı 10 yıllık Türkiye Cumhuriyeti devlet tahvillerinin getiri oranı baz alınarak **gelecek** yıllar için %16 olarak varsayılmıştır.

Sermaye piyasası riski hesaplanırken baz olarak kabul edilen ABD sermaye piyasası risk primine yurtiçi sermaye piyasası riski eklenmiştir. ABD sermaye piyasası riski %5,50 ve yurtiçi piyasası ek risk primi %3,0 olarak kabul edilmiş ve toplam sermaye piyasası risk primi %8,5 olarak kabul edilmiştir.

Özsermaye maliyeti için beta 1,00 olarak kabul edilmiştir.

Formülüne göre özsermaye maliyeti %40 finansal borç kaldırıcıyla çalışan şirket için %24,50 olarak hesaplanmaktadır.

Şirketin TL bazlı borçlanma maliyeti düşük finansal borç yükü ve gelecekte borçlanma ihtiyacının elzem görülmemesi sebebiyle **%15 olarak kabul edilmiştir.** (Şirketin mevcut maliyetleri baz alınmış, gelecek dönemde borçlanma olmayacağı varsayılmıştır.)

Özsermaye ve borçlanma maliyetleri hesaplandıktan sonra şirket için Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti formülüne göre %19,47 olarak hesaplanmıştır.

AOSM= (Özsermaye maliyeti X Özsermaye oranı) + ((1- Kurumlar Vergisi Oranı) X Borçlanma Maliyeti X Borç Oranı)

Özsermaye maliyeti = Risksiz Getiri Oranı + (Kaldıraçlı Beta X Sermaye Piyasası Risk Primi)

İskonto Oranı	
Risksiz getiri oranı - 10 Yıllık Tahvil Faiz Oranı	16,00
Beta katsayısı	1,00
Sermaye piyasası risk primi(%)	8,50
A-Baz Ülke (ABD) Risk Primi (%)	5,50
B- Ülke Risk Primi (%)	3,00
Özsermaye maliyeti	24,50%
Borçlanma maliyeti	15,00%
Vergi oranı	20,00%
Borç / (Borç+ Özkaynak)	40,24%
Özkaynak / (Borç+Özkaynak)	59,76%
AOSM	19,47%

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI

TL		2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12	2024/12	Uç Değer
Net Satış Gelirleri	Büyüme	5 231 585	5 789 172	6 815 751	8 340 714	9 049 675	9 502 158	9 977 266	10 476 129	10 999 936	5,0%
			10,7%	17,7%	22,4%	8,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Satılan Malın Maliyeti	Satışlara Oranı	4 551 062	4 835 070	5 324 405	6 290 720	6 954 926	7 302 673	7 667 806	7 935 981	8 217 564	74,7%
			87,0%	83,5%	78,1%	75,4%	76,9%	76,9%	75,8%	74,7%	
Brüt Kar	Satışlara Oranı	680 523	954 101	1 491 346	2 049 994	2 094 748	2 199 486	2 309 460	2 540 149	2 782 372	25,3%
			13,0%	16,5%	24,6%	23,1%	23,1%	23,1%	24,2%	25,3%	
Faaliyet Giderleri	Satışlara Oranı	254 581	268 791	253 810	313 477	318 247	321 291	324 488	327 844	331 368	3,0%
			4,9%	4,6%	3,7%	3,8%	3,4%	3,3%	3,1%	3,0%	
Esas Faaliyet Karı	Satışlara Oranı	425 942	685 311	1 237 536	1 736 517	1 776 502	1 878 195	1 984 972	2 212 305	2 451 003	22,3%
			8,1%	11,8%	18,2%	20,8%	19,6%	19,9%	21,1%	22,3%	
Diğer Faaliyet Giderleri(Net)		1 703	-108 608	1 751 260	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Amortisman		197 941	236 716	210 696	257 358	257 358	257 358	257 358	257 358	257 358	2,3%
			3,8%	4,1%	3,1%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%	2,3%	
FAVÖK	Satışlara Oranı	623 883	922 027	1 448 231	1 993 876	2 033 860	2 135 553	2 242 331	2 469 663	2 708 362	24,62%
	Büyüme		11,93%	15,93%	21,25%	23,91%	22,47%	22,47%	23,57%	24,62%	
			47,79%	57,07%	37,68%	2,01%	5,00%	5,00%	10,14%	9,67%	
İşletme Sermayesi İhtiyacı Değişimi					245 027	221 507	232 582	106 942	50 852	128 624	
Yatırım Harcamaları					0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Vergi	20%				260 478	355 300	375 639	396 994	442 461	490 201	
Nakit Akımları	Büyüme				1 488 371	1 457 053	1 527 332	1 738 394	1 976 350	2 089 537	15 163 066
						-2,10%	4,82%	13,82%	13,69%	5,73%	
Dönem İndirgeme Katsayısı					1	2	3	4	5	6	6
					0,84	0,70	0,59	0,49	0,41	0,34	0,34
İndirgenmiş Nakit Akımları					1 245 817	1 020 849	895 700	853 337	812 043	718 636	5 214 895
AOŞM	19,47%										
Uç Değer Büyüme Oranı	5,00%										
Nakit Akımları	10 277 037										
Uç Değer	15 163 066										
İndirgenmiş Nakit Akımı	5 546 382										
İndirgenmiş Uç Değer	5 214 895										
Firma Değeri (Toplam İndirgenmiş Nakit Akımları)	10 761 277										
Uç Değer Payı	48,46%										
Net Borç	2 226 898										
İştirak ve Bağlı Ortaklık	440 829										
PIYASA DEĞERİ	8.975.207										

Net Borç

Finansal Borç	716 841
Bağlı Ortaklara Borçlar	641.765
Vadesi Geçmiş Yapılandırma Borçları	1.535.419
Kasa	2.970
Bankalar	13.361
Ortaklardan Alacak	650.795
Net Borç	2.226.898

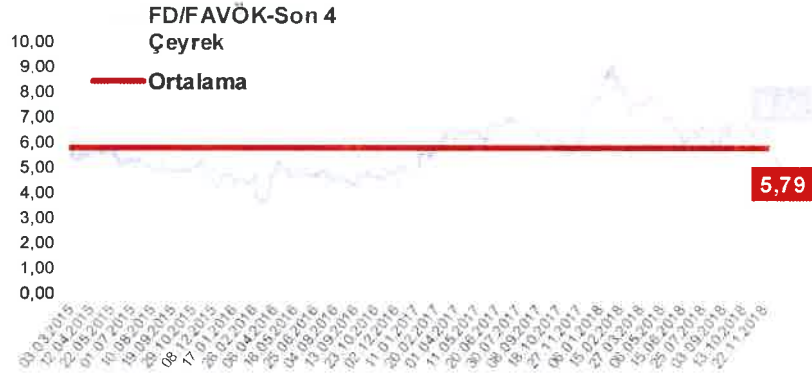
Bu varsayım ve kabuller sonrasında ortaya çıkan indirgenmiş nakit akımları analizimiz aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. İNA yöntemi sonucunda şirket için ortaya çıkan piyasa değeri 8.975.207 TL olmuştur.

3.2. Benzer Şirket Çarpanları Yöntemi

Benzer Şirket Çarpanları Yöntemi için şirketin boyutu da göz önüne alınarak yurtdışı benzer şirket araması yapılmamıştır. Yurt içinde ise payları halka açık bir şekilde benzer sektörde faaliyet göstermesi, piyasa değeri olarak nispeten küçük olması ve Anadolu'da faaliyet göstermesi sebebiyle Lokman Hekim Hastaneleri ve ona ait çarpan değerleri baz alınmıştır.

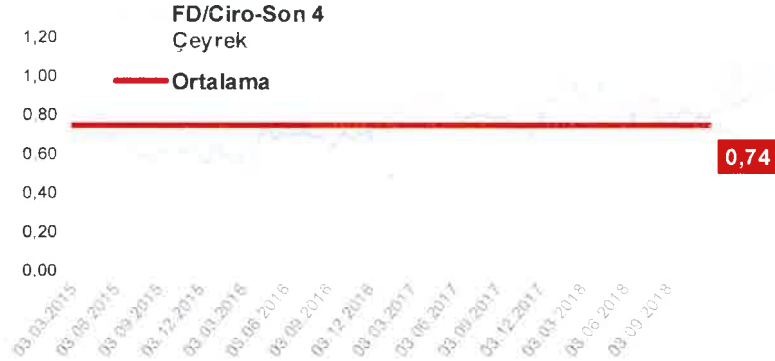
3.2.1 Firma Değeri / FAVÖK Yöntemi

Bu yöntemde Lokman Hekim Hastaneleri'nin son 3 yılda ortaya çıkan Firma Değeri / FAVÖK oranı belirlenmiş ve şirketin 2019 yılı beklenen FAVÖK rakamıyla işlem yapılmıştır. Lokman Hekim Hastaneleri'nin FD/FAVÖK değişimleri grafikte gösterilmiştir;



3.2.2 Firma Değeri / Satış Gelirleri Yöntemi

Bu yöntemde Lokman Hekim Hastaneleri'nin son 3 yılda ortaya çıkan Firma Değeri / Satış Geliri oranı belirlenmiş ve şirketin 2019 yılı beklenen Satış Geliri rakamıyla işlem yapılmıştır. Lokman Hekim Hastaneleri'nin FD/FAVÖK değişimleri grafikte gösterilmiştir;



Benzer şirket çarpan yöntemi sonucunda şirket için ulaştığımız piyasa değerleri tabloda gösterilmiştir;

Yurtiçi Benzer Şirket	Değer (Milyon TL)	
Lokman Hekim Hastaneleri		
FD/FAVÖK Ortalama	5,79	9.326.846
FD/FAVÖK Cari	6,56	10.857.040
FD/Ciro Ortalama	0,74	3.968.116
FD/Ciro Cari	0,80	5.013.388

3.3. Sonuç

Değerleme Özeti

	Tekil Değer	Ağırlık	Nihai Değere Katkı
Yurtiçi Benzer Şirket Çarpanları			
FD/FAVOK - Ortalama	10.091.943	40,0%	4.036.777
FD/Satış Geliri - Ortalama	4.490.752	10,0%	449.075
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi			
INA	8.975.207	50,0%	4.487.604

Piyasa Değeri

8.973.456

Yaptığımız çalışmalar sonrasında şirket için belirlendiğimiz baz piyasa değeri 8.973.456 TL olarak ortaya çıkmıştır. Bu değer 4,49 Milyon TL'si INA çalışmasından gelirken 4 Milyon TL'si FD/FAVOK yönteminden 0,45 Milyon TL'si ise FD/Satış Geliri yönteminden gelmektedir.

3.4. Duyarlılık Analizi

Değerleme çalışması sırasında analist bir çok ön kabul ve varsayımdan faydalanır. Bu varsayımlarda meydana gelecek değişimler şirket değeri üzerinde olumlu ve olumsuz değişimlere sebebiyet verebilir. Bu değişimleri şeffaf bir şekilde ortaya koyabilmek adına bazı parametreler için duyarlılık analizleri yapılmış ve sonuçları aşağıdaki tablolarda ortaya konmuştur;

8.973.456		Kapasite Kullanım Oranında Değişim (Puan)				
		-4%	-2%	0%	2%	4%
Seans Başına Ortalama Gelirde Değişim	-10%	2.173.229	2.699.781	3.226.332	3.752.884	4.279.436
	-5%	4.667.727	5.281.123	5.894.520	6.507.917	7.121.314
	0%	7.546.472	8.259.964	8.973.456	9.686.948	10.400.440
	5%	10.880.980	11.710.284	12.539.587	13.368.890	14.198.194
	10%	14.752.948	15.716.595	16.680.243	17.643.890	18.607.538

8.973.456		2019 %20'lik Birim Seans Gelir Büyüme Oranı				
		10%	15%	20%	25%	30%
AOSM	17,00%	7.316.670	8.720.103	10.123.536	11.526.968	12.930.401
	18,00%	6.921.644	8.263.152	9.604.660	10.946.169	12.287.677
	19,47%	6.440.717	7.707.087	8.973.456	10.239.825	11.506.194
	20,00%	6.290.364	7.533.309	8.776.255	10.019.201	11.262.146
	21,00%	6.034.241	7.237.372	8.440.503	9.643.634	10.846.764

Önemli Uyarı

Burada yer alan bilgiler Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD) tarafından okuyucuyu bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da belli bir getiri garantisi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir.

Burada yer alan bilgiler BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiştir. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler dokümanın yayınlandığı tarih itibarıyla geçerlidir. BMD Kurumsal Finansman Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka raporlar yayımlayabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporu hazırlayan kişilerden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Kurumsal Finansman Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur.

Bu çalışma kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya okuyucudan başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır ve BMD Kurumsal Finansman Bölümü'nün izni olmadan kopyalanamaz ve çoğaltılıp dağıtılamaz. Okuyucuların bu raporun içeriğini oluşturan yatırım tavsiyeleri, tahmin ve tahmini değerlemeleri de dahil olmak üzere tüm yorum ve çıkarımların, BMD Kurumsal Finansman Bölümü'nün izni olmadan başkalarıyla paylaşmamaları gerekmektedir. Bununla birlikte, bu çalışma herhangi bir hisse senedinin veya finansal yatırım enstrümanlarının alımı ya da satımı için BMD ve/veya BMD tarafından direk veya dolaylı olarak kontrol edilen herhangi bir şirket tarafından gönderilmiş bir teklif ya da öneri oluşturmamaktadır. BMD ya da herhangi bir BMD çalışanı bu raporun içeriğindeki görüş ve tavsiyelere uyulması sebebiyle doğabilecek doğrudan ya da dolaylı herhangi bir zarar ya da kayıpla ilgili olarak sorumlu tutulamaz.

Bizim Menkul Değerler A.Ş.
Araştırma & Kurumsal Finansman
İnönü Cad. Kanarya Sok.
No:25 Kat: 4 – 5
Yenisahra / ATAŞEHİR
Tel: +90 (216) 547 13 00



[Handwritten signature]